



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

FACTORES QUE INFLUYEN EN LA FORMACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO, UNA APROXIMACIÓN

Manuel Colinas González

Responsable del Área de Finanzas Corporativas

Instituto de Estudios Económicos de Madrid, Julio 2008

INTRODUCCIÓN

Últimamente nos hemos acostumbrado a ver, por un lado, el precio del barril de petróleo fluctuando en máximos históricos y, por otro lado, el tipo de cambio euro-dólar también en máximos, mostrando un elevado debilitamiento de la moneda americana. Es evidente que la globalización está presente a escala mundial, y mucho más en el mundo financiero, ocasionando que mercados tan aparentemente distintos como lo son el de divisas y los de determinadas *commodities* aparezcan altamente vinculados, y como consecuencia de ello, se retroalimentan mutuamente.

En las últimas semanas cualquier persona que realice una lectura detallada puede darse cuenta de que existen opiniones variadas en lo referente a la formación del precio del petróleo en sus diferentes mercados, intentando, a veces sin mucho éxito, aclarar el porqué de los elevados precios de una materia prima tan fundamental (hoy por hoy) como es el *crudo*. Por un lado, se pueden encontrar opiniones tendentes a explicar todo el proceso de evolución de precios de dicha *commodity*, basadas en aspectos puramente especulativos de los mercados financieros. Por otro lado, están las opiniones de aquellos que basan dicha subida de precios en otros aspectos, como pueden ser las propias leyes de oferta y demanda, esto es, por la evolución del propio mercado. Pero también podemos encontrar opiniones basadas en el hecho de ser la fuerte devaluación del dólar con respecto al euro, la resultante de esta escalada de precios.

Todas estas propuestas, o más bien una mezcla de todas ellas, son las causantes de las consabidas fluctuaciones en los precios del petróleo. Además de los factores anteriormente mencionados, se pueden sumar los denominados problemas o tensiones geopolíticas, que evidentemente, como llevan mostrando los mercados desde hace tiempo, tienen una influencia más que notable en dichas fluctuaciones. En este breve estudio se van a analizar estas causas y se verá cómo realmente influyen en la formación de los precios del petróleo, precios que repercutirán en el consumidor final.

El 3 de julio de 2008, el precio del barril de crudo de referencia *Brent*, se situaba en el entorno de los 144 \$, mientras que el *West Texas Intermediate (WTI)* se situaba en los 145,5 \$ por barril. Se puede recordar, para los interesados en los datos concretos, por ejemplo, que en enero de 1928 el precio *spot* por barril se situaba en algo más de 13 \$, en agosto de 1998 el precio se situaba en torno a los 11,5 \$ por barril, a finales de octubre de 1999 el precio del barril rondaba los 21,28 \$, en septiembre de 2001 el precio del barril alcanzaba los 24,7 \$, a finales de noviembre del año 2004 el precio se situaba en los 37,7 \$, en febrero 2006 el precio rondaba los 54 \$, llegando en octubre de 2007 a los 81 \$ el barril, y en la actualidad, julio de 2008, se observan precios que han llegado a situarse por encima de los 144 \$. Esta escalada de precios tiene como

origen varias causas, y, como ya se ha comentado anteriormente, algunas de ellas han tenido una incidencia mayor que otras, aunque todas han sido partícipes en la subida de los precios del crudo.

DEMANDA, OFERTA Y CAPACIDAD DE REFINO

Para cualquier bien escaso la relación entre oferta y demanda tiene un papel determinante en la formación de su precio. Como consecuencia, los datos provenientes de los diferentes estamentos internacionales van a tener un papel muy importante en la predicción del precio del petróleo.

La demanda

En cuanto a la demanda global de la materia prima, se viene observando un incremento paulatino, así, si en el año 2007 la demanda se estimaba en 85,97 millones de barriles diarios (mb/d), en el primer cuarto del año 2008, la demanda se ha situado en 86,6 mb/d, previéndose, además, que la media de la demanda del año presente se sitúe en los 86,8 mb/d, según la Agencia Internacional de la Energía (AIE). Si bien es cierto que, aunque el crecimiento anual esperado era del 0,9%, o lo que es lo mismo, 0,8 millones de barriles diarios, esto supone 80.000 barriles diarios menos que la demanda real estimada para este año. En la *Tabla 1* se pueden observar los incrementos de demanda global por zonas, así, y particularmente en la región asiática, el incremento de la demanda se viene argumentando como el factor más preocupante de cara a la contención del precio del crudo y al mantenimiento de las reservas globales. Esta demanda va a ser incremental en los próximos años, y como consecuencia, será un factor de presión al alza en los precios, a no ser que se produzca una recesión mundial, que implicaría un descenso en esta tendencia.

Tabla 1: Crecimiento Anual en la Demanda 2005-2030 (mb/d)

REGIONES	2005	2010	2015	2020	2025	2030
Norte América	25.5	26.1	26.9	27.7	28.4	29.0
Europa del este	15.5	15.6	15.8	15.9	15.9	15.8
Pacífico OCDE	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.5
Total OCDE	49.6	50.3	51.3	52.2	52.9	53.4
Latinoamérica	4.6	5.0	5.5	5.9	6.4	6.8
Oriente Medio y África	3.0	3.4	4.0	4.6	5.2	5.9
Sur de Asia	3.1	3.9	5.0	6.1	7.3	8.6
Sur-Oeste de Asia	4.4	5.2	6.1	7.1	8.0	9.0
China	6.5	8.7	10.4	12.3	14.3	16.4
OPEP	7.4	8.2	9.1	9.9	10.8	11.7
Antigua URSS	3.8	4.0	4.2	4.3	4.5	4.6
Otros Europa	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
Economías Transición	4.7	4.9	5.2	5.4	5.5	5.7
Total Mundial	83.3	89.7	96.5	103.5	110.4	117.6

Fuente: Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP)

Respecto de la demanda proveniente de la OCDE, se observa un incremento interanual del 1,3%, lo que supone una demanda de 48,6 mb/d. Norte América, incluido Canadá y México, cuentan con una demanda total de 24,99 mb/d, esto es, una reducción del 0,6%. Sin embargo, Europa, como se observa en la *Tabla 2*, con una demanda de 15,4 mb/d, ha experimentado un incremento del 4,8%. La demanda de crudo proveniente de países que no forman parte de la OCDE durante el primer trimestre de 2008, ha sido de 37,88 mb/d, estimándose su demanda final media para este año en torno a los 38,14 mb/d. Dentro de los países no pertenecientes a la OCDE hay que hacer mención especial, como países emergentes abanderados, a China e India. A estos países se les ha hecho responsables, en los distintos foros energéticos, de ser los principales artífices de la evolución alcista de los precios de las materias primas en general, y del petróleo en particular, como consecuencia de su crecimiento económico y del alto grado de demanda que este conlleva.

Tabla 2: Demanda Mundial de crudo (mb/d)

DEMANDA	2004	2005	2006	2007	1T08	2T08	3T08	4T08	2008
DEMANDA OCDE									
Norte América	25.4	25.5	25.3	25.5	24.8	25.0	25.2	25.2	25.0
Europa	15.5	15.6	15.6	15.3	15.1	15.1	15.4	15.5	15.3
Asia-Pacífico	8.5	8.6	8.4	8.3	8.8	7.9	7.9	8.7	8.3
Total OCDE	49.4	49.7	49.3	49.1	48.7	48.0	48.4	49.4	48.6
DEMANDA PAÍSES NO OCDE									
Antigua URSS	3.9	3.9	4.1	4.1	4.1	4.0	4.3	4.4	4.2
Europa	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
China	6.4	6.7	7.2	7.5	7.9	8.1	7.9	8.0	8.0
Otros Asia	8.7	8.8	9.0	9.3	9.6	9.5	9.1	9.4	9.4
Latinoamérica	5.0	5.1	5.3	5.6	5.7	5.8	6.0	6.0	5.9
Oriente Medio	5.7	6.0	6.2	6.5	6.7	6.8	7.1	6.8	6.8
África	2.8	2.9	3.0	3.1	3.1	3.1	3.0	3.2	3.1
Total No OCDE	33.1	34.1	35.5	36.9	37.9	38.0	38.1	38.6	38.1
Total Demanda	82.5	83.8	84.9	86.0	86.6	86.1	86.5	87.9	86.8

Fuente: OPEP, Agencia Internacional de la Energía (AIE), Instituto de Estudios Económicos (IEE).

En China, como se ha apreciado en la *Tabla* anterior, la demanda de crudo se ha incrementado en un 2,9% interanual en abril, poco en comparación con el 11,9% de incremento interanual que se produjo en marzo; no obstante, la demanda de gasolina creció un 20,8% y la de gasoil un 8,2%. Se espera que la demanda de crudo China ronde los 8 mb/d, lo que supondría un 5,5 % de incremento final respecto del año 2007. En la India se presenta también un panorama de crecimiento de la demanda, previéndose una demanda media para el año 2008 de 3,1 mb/d, lo que supone un incremento del 3,9% sobre el año 2007. Este crecimiento es elevado pero lejos del 9,5% experimentado en el año 2006 y del 5,1% en del año 2007.

Finalmente, respecto de la demanda que se está produciendo en Rusia (país consumidor pero también exportador), hay que comentar que se sitúa en 2,9 mb/d, lo que supone un crecimiento del 2,1% sobre el año 2007.

Tabla 3: Demanda por regiones (mb/d)

% Demanda	Último Trimestre			Primer Trimestre			Marzo		
	2006	2007	%	2007	2008	%	2007	2008	%
Norte América	25,4	15,6	-0,6	25,66	24,74	-3,5	25,48	24,57	-3,6
Europa	15,7	15,6	-0,6	15,9	15,14	-0,4	15,26	14,7	-3,7
Asia-Pacífico	8,7	8,64	-0,8	8,83	8,82	0	8,77	8,42	-4,1
OCDE	49,81	49,79	0	49,68	48,71	-1,9	49,52	47,69	-3,7

Fuente: AIE, Instituto de Estudios Económicos (IEE).

La oferta

En el mes de mayo se ha producido un incremento de la oferta de crudo en 490.000 barriles diarios, como consecuencia del incremento en la producción por parte de los países pertenecientes a la OPEP. Esto ha permitido alcanzar la cifra 86,6 mb/d de crudo, de los cuales 32,3 millones, como se observa en la *Tabla 4*, fueron aportados por los países componentes del cártel (OPEP).

Tabla 4: Oferta Mundial de Petróleo (mb/d)

OFERTA	2004	2005	2006	2007	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008
PRODUCCIÓN OCDE									
Norte América	14.6	14.1	14.2	14.3	14.2	13.9	14.1	14.4	14.1
Europa	6.1	5.6	5.2	5.0	4.9	4.5	4.3	4.6	4.6
Asia-Pacífico	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
Total OECD	21.2	20.3	20.0	19.8	19.7	19.1	19.1	19.9	19.4
PRODUCCIÓN NO OCDE									
Antigua URSS	11.4	11.8	12.2	12.8	12.8	12.9	13.1	13.5	13.1
Europa	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
China	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8	3.8	3.9	3.9	3.8
Otros-Asia	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	2.7
Latinoamérica	4.1	4.3	4.4	4.3	3.9	4.0	4.1	4.2	4.1
Medio Oriente	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
África	3.4	3.7	3.9	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
Total No-OCDE	27.1	28.0	28.8	27.8	27.5	27.6	28.1	28.6	28.0
PRODUCCIÓN OPEP									
Crudo	28.9	29.7	29.7	30.7	32.3				
Gas N. Licuado	4.2	4.5	4.6	4.8	4.9	5.0	5.2	5.4	5.1
Total OPEP	33.1	34.2	34.3	35.5	37.3				
OPEP+ Angola + Ecuador	34.6	36.0	36.3	35.9	37.3				
Oferta Total	83.4	84.6	85.4	85.5	87.0				

Fuente: AIE, Instituto de Estudios Económicos (IEE).

Hay que destacar, según datos de la Agencia Internacional de la Energía, que la aportación de Irak a la producción mundial de crudo se ha situado en máximos en los últimos seis años, con una cuota de 2,5 mb/d, además, Arabia Saudita consolida el incremento de su producción desde los 9,2 mb/d a los 9,45 mb/d, para hacer frente al incremento de la demanda de la *commodity* en el año presente.

En cuanto a los *stocks* (reservas) mantenidos con independencia de la OPEP, se observa cómo, en el total neto, hay una reducción en la OCDE en abril del presente año respecto del mes anterior, igualmente se observa una caída más pronunciada de las mismas si hacemos la comparación con diciembre de 2007, como se observa en la *Tabla 5*. Además, se evidencia la tendencia a la baja en la reservas mundiales de crudo, tomando como referencia la variación en el periodo 2006-2007, como se puede apreciar en la *Tabla 6*.

Tabla 5: Reservas de Petróleo no provenientes de la OPEP (Millones Barriles)

RESERVAS EN LA OCDE	Dic. 2007	Ene. 2008	Febr. 2008	Mar. 2008	Abril 2008
Estados Unidos	1.237,5	1.253,4	1,236,2	1.224,2	1.219,4
Europa	938,5	957,4	928,7	955,0	944,0
Asia-Pacífico	404,3	414,3	393,6	391,1	398,8
Total OCDE	2.580,3	2.625,1	2.558,5	2.570,3	2.562,2

Fuente: AIE, Instituto de Estudios Económicos (IEE).

Tabla 6: Reservas de Petróleo Globales (Miles de Millones de Barriles)

RESERVAS MUNDIALES	1987 Dic.	1997 Dic.	2006 Dic.	Diciembre de 2007		
				Reservas	% total	R/P
Norte América	101,2	89,0	70,0	69,3	5,6%	13,9
Sur y Centro América	68,1	93,4	111,0	111,2	9,0%	45,9
Europa + Eurasia	75,8	88,0	144,1	143,7	11,6%	22,1
Oriente Medio	566,6	683,2	756,3	755,3	61,0%	82,2
África	58,7	75,3	117,1	117,5	9,5%	31,2
Asia-Pacífico	39,8	40,4	41,0	40,8	3,3%	14,2
OPEP	676,0	818,7	935,3	934,7	75,5%	72,7
Total Mundo	910,2	1069,3	1239,5	1237,9	100,0%	41,6

Fuente: British Petroleum (BP), Instituto de Estudios Económicos (IEE).

Capacidad de refino

Junto a la capacidad de producción (oferta real), que como se ha comentado anteriormente es de vital importancia a la hora de entender los precios del crudo en los mercados, la capacidad de refino y el porcentaje de esa capacidad que se esté utilizando, supone un elemento a tener muy en cuenta a la hora de estimar la

demanda objetiva de los productos refinados del petróleo. Como se observa en las Tablas 7 y 8, en mayo se ha producido un incremento de la capacidad de refino global, llegando a un montante de 73,3 mb/d, esperándose, según la Agencia Internacional de la Energía, que en el tercer trimestre se alcancen, de media, los 75,7 mb/d, lo que supone un incremento de 2,1 mb/d respecto del primer trimestre del año, lo que mejora la situación de cara a la demanda final de productos provenientes del refinado de petróleo.

Tabla 7: Capacidad de refino y utilización total en la OCDE (mb/d)

ZONA	Millones de Barriles Diarios						% Variación		% Utilización	
	2007 Nov.	2007 Dic.	2008 Ene.	2008 Feb.	2008 Mar.	2008 Abr.	2008 Mar.	2007 Abr.	2008 Mar.	2007 Abr.
OCDE América del Norte	18.10	18.26	17.93	17.64	17.29	17.59	0.31	-0.27	83.76	85.03
OCDE Europa	13.33	13.94	13.65	13.13	13.28	13.41	0.13	0.25	85.04	83.48
OCDE Asia-Pacífico	7.31	7.54	7.43	7.15	7.25	6.89	-0.36	-0.06	83.80	84.54
TOTAL OCDE	38.74	39.74	39.01	37.92	37.82	37.90	0.08	-0.09	84.22	84.40

Fuente: AIE, Instituto de Estudios Económicos (IEE).

Tabla 8: Capacidad de refino Global para el año 2008 (mb/d)

C. REFINO 2008	Enero	Febrero	Marzo	Abril*	Mayo*	Junio*	Julio*	Agosto*	Septiembre*
América del Norte	17.9	17.6	17.3	17.6	18.2	18.5	18.7	18.6	18.3
Europa	13.7	13.1	13.3	13.4	13.1	13.6	13.8	13.9	13.6
Zona Pacífico	7.4	7.1	7.3	6.9	6.6	6.4	6.7	7.0	6.8
Total OCDE	39.0	37.9	37.8	37.9	38.0	38.5	39.3	39.6	38.7
Antigua URSS	5.7	6.0	6.0	5.7	5.9	6.1	6.0	6.1	6.1
Europa	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
China	6.7	6.9	6.8	6.7	6.4	6.8	6.8	6.7	6.8
Resto Asia	8.4	8.2	8.2	8.2	8.2	8.0	8.4	8.4	8.4
Latino América	5.5	5.3	5.4	5.5	5.4	5.6	5.6	5.6	5.6
Oriente Medio	5.9	6.1	6.0	6.0	6.1	6.2	6.1	6.2	6.2
África	2.5	2.5	2.5	2.3	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
Total No OCDE	35.5	35.8	35.8	35.2	35.3	36.0	36.5	36.5	36.6
Total Global	74.6	73.7	73.6	73.0	73.3	74.5	75.7	76.1	75.3

Fuente: AIE, Instituto de Estudios Económicos (IEE).

Se debe de recordar que los márgenes de refino han sufrido bastantes altibajos en los últimos meses, y más en mayo, en el que la media de los márgenes de refino globales

ha descendido, sobre todo en Estados Unidos de América, como consecuencia de las fluctuaciones en los precios de la materia prima y de la propia demanda, lo que ha supuesto implementar nuevas estrategias, buscando una mayor rentabilidad, por parte de las empresas refineras.

Es evidente que la capacidad de refino y las empresas dedicadas a esta función están en una constante evolución para intentar acomodarse a la demanda final de productos provenientes del crudo, pero también es evidente que si las empresas refineras no juegan correctamente su papel, podrían suponer un cuello de botella para llevar a cabo la correcta satisfacción de la demanda de este tipo de productos, de aquí la vital importancia en invertir en la modernización y eficiencia de las instalaciones, que empresas como la española Repsol-YPF, están llevando a cabo.

LA ESPECULACIÓN EN LOS MERCADOS DEL PETRÓLEO

La especulación es uno de los elementos que mediáticamente, sobre todo por algunas organizaciones, se vienen utilizando para intentar inferir de ella el elevado precio del barril de petróleo. Así hay que recordar los comentarios de *Chakib Khelil* (Presidente de la OPEP) en el reciente Congreso Mundial del Petróleo en Madrid, en los que incitaba a pensar que el precio del crudo estaba presionado al alza, fundamentalmente por los movimientos especulativos en los mercados de la *commodity*, aunque también por tensiones geopolíticas, como el caso de Irán o de Nigeria. En este epígrafe se intentará esclarecer, dentro de lo posible, si es cierto que hay especulación, y si ésta influye de manera notable en el precio del crudo.

En primer lugar, hay que comentar que, desde el punto de vista financiero, el mercado del petróleo se desarrolla (*trading*), principalmente, en dos sedes. Por un lado *NYMEX* (*New York Merchantile Exchange*), para el crudo de referencia americano, y los Futuros del *ICE*, con operativa en Londres. En ambas plazas se estructuran contratos tomando, respectivamente, como subyacentes el *West Texas Intermediate (WTI)*, que se utiliza para indexar los futuros sobre el petróleo que se comercializa en Estados Unidos, y el *Brent* (con denominación del Mar del Norte) es la base de referencia para los futuros del mercado europeo principalmente.

En lo referente a la dimensión de los mercados, *NYMEX* es el mayor centro de intercambio (contractual y físico) de *commodities* del mundo, siguiéndole en fortaleza operativa *China's Dalian Commodity Exchange* y el *Chicago Board of Trade*, ocupando la cuarta posición *ICE Futures*.

En 2007, el mercado genérico de *commodities* vio incrementado el número de contratos, tanto los físicos como los estructurados mediante derivados, en más de un tercio, aproximándose a los 1,7 billones (americanos) de contratos. En el sector energético, el incremento genérico en ambos tipos de operaciones fue del 29%, siendo

la rama de metales dedicados a la industria la que más se incrementó, sobrepasando el 30%. *City Group* ha estimado que los fondos, en valor absoluto, invertidos en los mercados de *commodities* suponían, en el primer trimestre de 2008, casi 400 billones de dólares, lo que supone un incremento de más del 21% respecto del último trimestre de 2007.

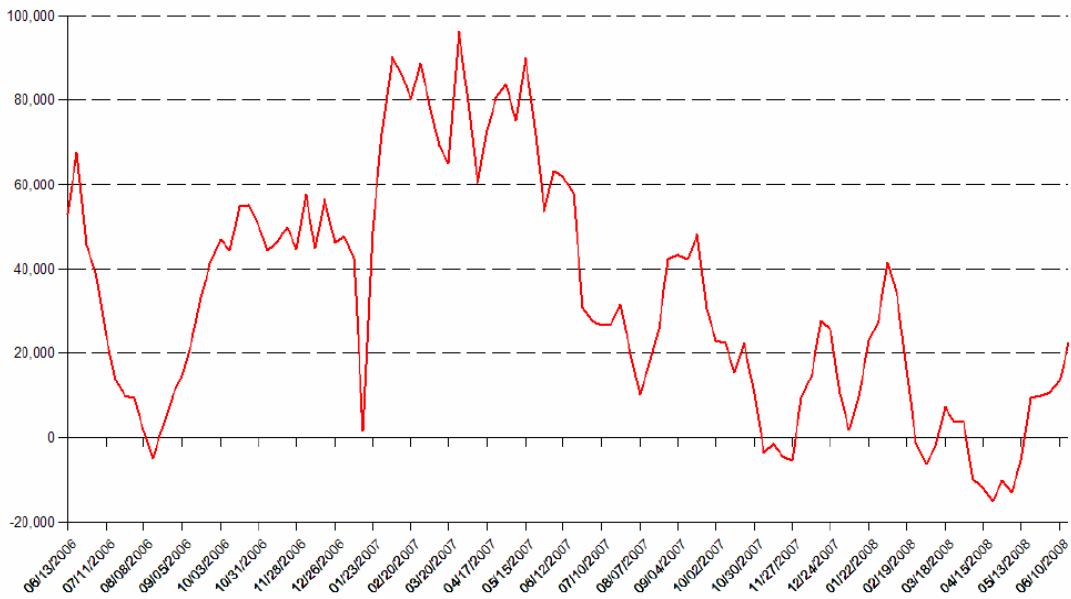
Para el desarrollo de estos mercados, tanto en su vertiente financiera como de supervisión, y teniendo en cuenta lo comentado en los párrafos anteriores, juega un papel de referencia la *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)* americana, Comisión que vela, o al menos esa es su intención, por el correcto funcionamiento del mercado de futuros americano. Así, en un documento reciente, esta comisión cifraba que los intereses de carácter especulativo en el mercado del petróleo suponen, en la actualidad, alrededor del 70% de las transacciones llevadas a cabo en la *NYMEX*, cifra más que sorprendente si estas posiciones sobre dicho mercado eran del 37% en el año 2000. Aunque parece una cifra un tanto alarmante, hay que recalcar que estamos sólo hablando de la operativa en *NYMEX* exclusivamente, no obstante, las posiciones especulativas en los otros mercados también son elevadas. Además, dentro de este 70% se encuentran los denominados *Swaps Dealers*, y sólo se tienen en cuenta las posiciones largas, tanto de los netamente especuladores como de los *Swap Dealers*, no incluyendo, por tanto, la estructura operacional neta del mercado.

Los *Swap Dealers* (operadores mediante contratos basados en permutas) estructuran mayoritariamente sus operaciones en este mercado con el fin de maximizar la gestión del riesgo de sus compañías, mediante el denominado *Hedging* comercial. Esto es, nos encontramos ante lo que se puede denominar como *commercial traders*, aquellos operadores del mercado cuyo subyacente de cobertura es el petróleo (coberturas por bajadas o subidas de precio en transacciones llevadas a cabo por empresas del sector), por otro lado se encuentran en dicho mercado los denominados *non commercial traders* o agentes meramente especuladores, que no se posicionan en el mercado para llevar a cabo coberturas de riesgo, sino simplemente mueven fondos con la intención de obtener un rendimiento que otros mercados no le pueden ofrecer.

Curiosamente, en el informe de la Comisión, se reflejan las siguientes cuestiones que sirven de reflexión para entender si la especulación está llevando de la mano a los precios del petróleo:

- Las posiciones especuladoras (posiciones totales especulativas menos las posiciones de los *Swap Dealers*), incluye el “neteado” de posiciones cortas y largas, haciendo un inciso en el que se comenta cómo hay casi igual número de posiciones cortas que de posiciones largas en el mercado, *Gráfico 1*.

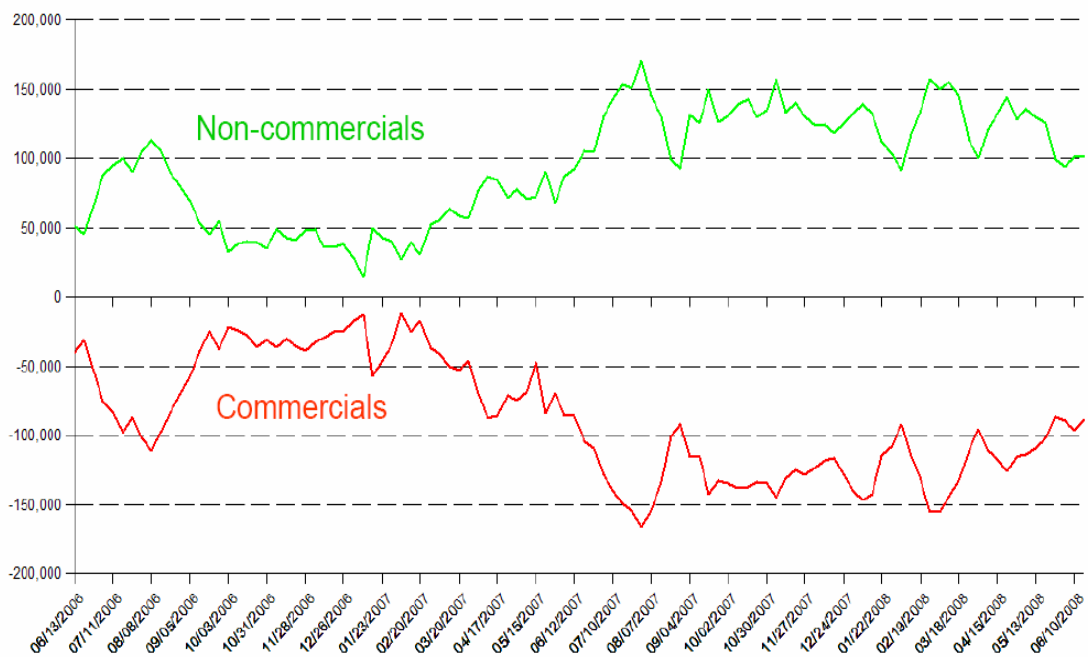
Gráfico 1: NYMEX Posiciones Netas de Swap Dealers, Junio de 2008



Fuente: USA Commodity Futures Trading Commission

- Las posiciones especulativas (*non-commercial*) no se han visto incrementadas en el año 2007. Gráfico 2.

Gráfico 2: Posiciones Netas Commercial-Non Commercial, Junio 2008



Fuente: USA Commodity Futures Trading Commission

Según lo expresado anteriormente, y sin dejar de lado que la formación de precios, que particularmente en este mercado, como algunos especialistas han comentado en los medios de comunicación, es sumamente opaca, y teniendo, además, especial importancia la presencia de bancos como *Goldman Sachs* o *Morgan Stanley*, quienes tradicionalmente han tenido un profundo conocimiento de las operaciones en este tipo de mercados (conociendo tanto a los compradores como a los vendedores de los contratos), es evidente que hay influencia de los mercados financieros (especulación *non-commercial*) en la formación del precio final del barril de crudo. Esta premisa se confirma cuando, financieramente hablando, es evidente la influencia de los precios de los contratos estructurados mediante derivados (a futuro) en el precio de comercialización diaria (*spot*) del petróleo. No obstante, además de la influencia que proviene de la operativa financiera, hay otros *inputs* que van a influir en el precio de la materia prima (riesgos geopolíticos, por ejemplo), y que van a hacer que el mercado descuenta dichos factores incrementando, o en su caso disminuyendo, el precio de la materia prima.

COTIZACIÓN DÓLAR VS PRECIO DEL CRUDO

Observando las cotizaciones en el mercado de divisas, y las fluctuaciones en el precio diario del barril de petróleo, se aprecia que a pérdidas de valor del dólar frente a otras divisas, y sobre todo respecto del euro, se han producido, casi de manera inmediata, incrementos en el precio del crudo.

Efectivamente, hay que tener en cuenta que el *trading* en el mercado del petróleo se lleva a cabo en dólares, como consecuencia de ello una devaluación casi constante de éste hace que aumente la capacidad adquisitiva de compra de la *commodity* para aquellos países con moneda distinta, y más concretamente para aquellos referenciados a la moneda europea.

Por otro lado, si se tiene en cuenta el efecto de moneda refugio que ha venido presentando el euro en los últimos ejercicios, y el efecto de las políticas poco restrictivas llevadas a cabo por la FED (tipo de referencia de la FED, 2%) debido a la situación de la economía americana (desaceleración y *subprime*), y como contrapartida, políticas más restrictivas llevadas a cabo por el BCE para controlar la inflación (tipo oficial de referencia del BCE, 4,25), se observa una fuerte devaluación del dólar frente al euro, más que frente a otras monedas.

La combinación de los factores comentados ha provocado una mayor simetría en la evolución de la cotización euro-dólar y la fluctuación del precio del barril de crudo, y

como consecuencia se produce una elevada correlación positiva, como se puede observar en los Gráficos 3 y 4.

Gráfico 3: Cotización euro/dólar, Junio 2008



Fuente: Forex, Instituto de Estudios Económicos (IEE).

Gráfico 4: Evolución precio Crudo, Junio 2008



Fuente: NYMEX, Instituto de Estudios Económicos (IEE).

Un dólar devaluado en los mercados internacionales permite un aumento en la compra de materias primas, ya que su comercio se realiza en esta moneda, por tanto, y como ya se viene argumentando, aumenta el poder de compra de los consumidores con moneda diferente al dólar. Pero además, y esto hay que tenerlo muy en cuenta, los ingresos de la OPEP se ven reducidos, en términos de poder adquisitivo, frente al resto del mundo, ya que las transacciones de los países productores de petróleo se llevan a cabo en dólares.

Queda evidenciada la relación existente entre la variación del precio del crudo y la cotización de la moneda americana, sobre todo respecto de la moneda europea. No obstante, se aprecia una fluctuación en esta dependencia, visible el pasado 3 de julio cuando el mensaje más o menos tranquilizador de J.C. Trichet, presidente del BCE, sobre una posible subida de tipos en un futuro próximo, cuando el dólar se fortaleció frente al euro, pasando el 3 de julio de los 1,5885 dólares por euro, a los 1,5671 dólares por euro el día 4 de julio; y, sin embargo, el precio del crudo pasó de los 1,4552 \$ barril a los 1,4414 \$ barril, pero con tendencia alcista, si bien posteriormente ha reconducido su posición a la baja.

INCIDENCIAS GEOPOLÍTICAS

El mundo globalizado en el que se desenvuelven todos los mercados, incluido el de las *commodities*, hace que los aspectos referentes a la estabilidad política y social de los países productores de petróleo tenga un papel nada despreciable en la variación de los precios del crudo, sobre todo en el precio de los futuros de la materia prima a corto y medio plazo. Así, hemos asistido a variaciones diarias importantes (alta volatilidad) cuando se vivieron situaciones de huelga del sector en Nigeria, o cuando se agudizaron las presiones internacionales sobre Irán por su ya famoso programa nuclear, incidiendo de manera directa en el precio del crudo las tensiones políticas a las que se vieron envueltos tanto Israel como Irán. Esta situación provocó un subida de 1\$ en el precio del barril de crudo, hasta casi los 142 \$ el 20 de junio, aunque el Ministro de Asuntos Exteriores iraní declarase que era inviable un ataque armado israelí a las instalaciones nucleares de su país. Esta situación, unida a posiciones de cobertura en los mercados de la materia prima tendentes, sobre todo, a minimizar los posibles efectos del aumento en la inflación, sobre todo en Estados Unidos y en la Zona Euro, y la debilidad del dólar, hizo que la presión de los precios del crudo fuese mayor, y por supuesto al alza. También, y como consecuencia de las recientes declaraciones de los dirigentes de Irán sobre la posibilidad de un bloqueo en el estrecho de Ormuz, se ha producido una presión al alza en el precio del crudo, sobre todo en los mercados de derivados, como consecuencia de la importancia del Estrecho para el tránsito de mercancías en general, y de petróleo en particular, ya que por éste transita casi el 43% de todo el petróleo que se exporta hacia los mercados internacionales.

Evidentemente la necesaria estabilidad socio-política en los países productores de petróleo se presenta como una variable necesaria para un mayor control en el precio del crudo. Así, es halagüeño que una democracia incipiente, y en vías de desarrollo, esté instaurada en países como Nigeria, permitiendo que, salvo algunos episodios en el Delta del Níger, el flujo hacia los mercados de la materia prima sea relativamente seguro.

Después de lo comentado, se puede afirmar que las tensiones geopolíticas están jugando un papel importante en la evolución del precio del crudo, pero no sólo en los últimos meses, sino desde hace bastantes años. El problema reside en la sensibilidad del mercado ante una posible bajada en la producción y en la exportación de la materia prima.

CONCLUSIONES

La formación del precio del crudo se ve influenciada en mayor o menor medida por todos los elementos anteriormente expuestos. Es evidente que la relación entre la oferta y la demanda, así como su equilibrio, juega un papel fundamental en el precio del barril de petróleo, no obstante, aspectos como la especulación pura (*non-commercial speculators*) también tiene su reflejo en el precio del petróleo. Como consecuencia, se debe de tener cuidado al referenciar, como en algunos medios se ha citado, que el 70 % del precio del barril de crudo proviene de posiciones especulativas (término generalista) cuando, como se ha podido observar anteriormente, hay contratos de futuros estructurados para llevar a cabo coberturas estáticas, dentro de una política empresarial de *Risk Management*. A estas dos cuestiones se les unen, por un lado, las tensiones geopolíticas, y la ya comentada devaluación del dólar, especialmente frente a la moneda Europea. Esta es la razón por la que los mercados se encuentran ante un *mix* de circunstancias que tienen que ser evidenciadas en el precio que alcance la materia prima en el mercado.

El petróleo es un bien escaso, además, está sujeto a una elevada volatilidad en su precio, y esto va a seguir siendo una constante. Sin embargo, precios del barril de petróleo a 250\$ provocarían una elevada inestabilidad y debilitamiento de la economía mundial. El control de esta situación de alta volatilidad y elevado precio del barril de petróleo pasa por un consumo adecuado y por la utilización de otro tipo de energías, las denominadas alternativas, muchas de ellas en desarrollo, que sirvan como sustitutos del petróleo, al menos en alguno de sus usos.

El seguimiento y la correcta inspección de los mercados financieros de futuros puede acabar, más bien reducir, en un porcentaje nada desdeñable de las mencionadas posiciones especuladoras, aunque esto representa, como se viene resaltando en este documento, sólo uno de los factores determinantes en la evolución del precio del crudo en los mercados.



La mejora en todos estos elementos, ayudado por una contracción de la demanda proveniente de un aumento en la eficiencia energética, y también por la situación económica que a escala mundial se está viviendo, podrían hacer que el precio del crudo se estructurase, a medio plazo, en torno a los 110-120 \$ el barril, pero si los factores estudiados siguen sin atenderse adecuadamente, el precio del crudo seguirá con precios especialmente elevados.

Manuel Colinas González

Responsable del Área de Finanzas Corporativas